

Krzysztof Michaluk

Uniwersytet Szczeciński

MOŻLIWOŚĆ STOSOWANIA HEDGINGU W MIKROPRZEDSIĘBIORSTWACH I MAŁYCH PRZEDSIĘBIORSTWACH

1. Wstęp

Zagrożenia działalności dla mikroprzedsiębiorców i małych przedsiębiorców wynikające z ich funkcjonowania na rynku są dokładnie takie same jak dla przedsiębiorstw zaliczanych do grupy średnich czy dużych. Można nawet stwierdzić, że siła oddziaływania czynników zewnętrznych na przedsiębiorstwa mikro i małe jest większa niż na przedsiębiorstwa średnie czy duże, które z racji wielkości skali swojej działalności są bardziej odporne na skutki zmian czynników tworzących ryzyko. Chociaż powszechnie wiadomo, że rozwój gospodarczy oparty jest na funkcjonowaniu mikroprzedsiębiorczości i małej przedsiębiorczości, której odsetek w strukturze wszystkich przedsiębiorstw jest największy, to jednak właśnie z myślą o średnich i dużych przedsiębiorstwach tworzone są instrumenty ograniczające ryzyko, mające je uchronić od niepożądanych zmian elementów wpływających na ich efektywność, do których to instrumentów przedsiębiorcy mikro i mali mają często utrudniony dostęp. Szczególnie mocno rozwijającym się rynkiem instrumentów pozwalających na ograniczanie ryzyka i stosowanie hedgingu jest rynek instrumentów pochodnych, zarówno tych będących w powszechnym obiegu, jak i zindywidualizowanych, zaliczanych do grupy OTC (*over the counter*). Jednak dostęp do tego rynku dla najmniejszych podmiotów gospodarczych, choć niewątpliwie wskazany, jest znacznie utrudniony. Celem niniejszego artykułu jest wskazanie możliwości, efektów i ograniczeń stosowania instrumentów pochodnych w działalności gospodarczej najmniejszych podmiotów gospodarczych.

2. Przesłanki stosowania hedgingu

Zagrożenia zmiany wartości aktywów przedsiębiorstw są redukowane poprzez klasyczne ubezpieczenia. Ograniczenie zmiany wartości dochodów (wywołane ry-

zykiem zmiany ceny), jak również ograniczenie ryzyka finansowego (na skutek zmiany stopy procentowej) jest możliwe właśnie dzięki hedgingowi. Ciekawy przegląd literatury przedstawiający wymienione wyżej i wiele innych motywów stosowania hedgingu w działalności przedsiębiorstw przedstawia M.P. Ross [1996]. Autor wyjaśnia stosowanie hedgingu, wymieniając i szeroko opisując m.in. redukcję zagrożenia bankrutem, motywy podatkowe, powiązania z dźwignią finansową, oddziaływanie na ocenę efektywności inwestycji za pomocą wolnych, zdyskontowanych przepływów pieniężnych, asymetrię informacji oraz podwyższone wymagania interesariuszy w zakresie warunków umów handlowych zawieranych z nieredukującymi ryzyko firmami. Najczęściej podkreślaną w literaturze przesłanką wykorzystywania hedgingu w przedsiębiorstwach jest jego wpływ na kształtowanie wartości firmy. Aczkolwiek w klasycznej teorii Modgillianiego i Millera kształtowanie wartości firmy jest niezależne od działań w zakresie hedgingu, to jednak na rzeczywistym rynku firmy aktywnie redukujące ryzyko funkcjonowania są postrzegane lepiej, a zatem również wyżej wyceniane niż przedsiębiorstwa niestosujące takiej strategii. W literaturze piszą o tym G. Allayannis, U. Lel i D. Miller [2002]; S.M. Bartram, G.W. Brown, F.R. Fehle [2003], a także J.R. Graham, D.A. Rogers [2002]. W najprostszym ujęciu wykorzystanie hedgingu zmniejsza wariancję generowanych dochodów, przez co przepływy finansowe są zabezpieczone, a to z kolei wpływa bezpośrednio na wzrost wartości przedsiębiorstwa mierzony metodami dochodowymi.

3. Obszary stosowania hedgingu w mikroprzedsiębiorstwach i małych przedsiębiorstwach

Wykorzystanie hedgingu jako strategii ograniczania ryzyka funkcjonowania przedsiębiorstw mikro i małych jest ze wszech miar wskazane, jako że jest to, jak stwierdza M. Miller, mówiąc o kontraktach futures, najtańsza, najbardziej płynna oraz najbardziej pewna metoda [Miller 2002, s. 68]. Hedging sprawdza się przede wszystkim w przedsiębiorstwach podatnych na ryzyko walutowe, a zatem wśród eksporterów i importerów, którzy są narażeni na zmiany przychodów lub kosztów właśnie na skutek zmian kursów walut. Uwzględniając dodatkowo ryzyko zmiany samego instrumentu bazowego, jako pierwszy obszar zastosowania instrumentów pochodnych w przedsiębiorstwach mikro i małych należy wymienić obszar ryzyka zmiany ceny, o czym szeroko pisze H. Rielh [2001, s. 41]. Ryzyko walutowe dotyka szczególnie mocno również przedsiębiorców, w tym mikro i małych, posiadających zobowiązania denominowane w walutach obcych. W tym przypadku zarówno sama wartość pasywów, jak i obciążenia okresowymi spłatami rat kapitałowo-odsetkowych zmieniają się w zależności od kursu walutowego, co wpływa niewątpliwie na ograniczenie stabilności sytuacji finansowej przedsiębiorcy. Jeśli uwzględni się w po-

wyższym ryzyko zmiany stopy procentowej¹, to powstaje drugi obszar zastosowania instrumentów pochodnych – obszar zabezpieczenia ryzyka finansowego.

4. Rodzaje instrumentów pochodnych

Ewolucja ryzyka w działalności gospodarczej przedsiębiorstw, w tym również przedsiębiorstw mikro i małych, wynikająca z pojawiających się coraz to nowszych rodzajów ryzyka i z coraz większej ich zmienności doprowadziła w ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat do powstania instrumentów finansowych pozwalających przenieść ryzyko na stronę trzecią, przygotowaną do przejęcia ryzyka, co szczegółowo opisują Ch.W. Smithson, C.W. Smith Jr., D.S. Wilford [2000, s. 15]. Odwołując się do obszarów zastosowania hedgingu można wymienić cały szereg instrumentów pochodnych, które z założenia mogą, jak wskazuje teoria, być zastosowane w małych i mikroprzedsiębiorstwach. Są nimi:

- kontrakty forward (walutowe kontrakty terminowe, tzw. WTT),
- kontrakty terminowe futures (walutowe, towarowe, na stopę procentową),
- opcje (walutowe, towarowe, procentowe), strategie opcyjne,
- swapy (procentowe – tzw. IRS, walutowe – tzw. CRS, procentowo-walutowe – tzw. CIRS, towarowe, FX swap),
- kontrakty FRA.

Ze względu na szeroki opis ww. kontraktów w literaturze fachowej w dalszej części artykułu pominięto wyjaśnienie znaczenia i zastosowania tych instrumentów pochodnych².

5. Wpływ hedgingu na wartość mikroprzedsiębiorstwa i małego przedsiębiorstwa

W tym miejscu należy poddać dyskusji faktyczne oddziaływanie hedgingu, a zatem wymienionych wyżej instrumentów pochodnych, w ograniczaniu ryzyka na wspomnianych płaszczyznach, na wartości mikroprzedsiębiorstw i małych przedsiębiorstw. Należy podkreślić, że to właśnie podnoszenie wartości przedsiębiorstwa dzięki wykorzystaniu hedgingu jest główną przesłanką teoretyczną stosowania tej strategii. Niezaprzeczalnie, w przedsiębiorstwach mikro i małych zabezpieczenie wartości dochodów wpływa na wyeliminowanie zagrożenia wystąpienia strat, jednak ocena wartości mikroprzedsiębiorcy lub małego przedsiębiorcy, szczególnie nieprowadzącego pełnej rachunkowości (co jest raczej regułą w przypadku firm tej

¹ Interesujące wyniki badań dotyczące zarządzania ryzykiem stopy procentowej w małych firmach prezentuje J. Vickery [2005].

² Dobry opis podstaw teoretycznych i zastosowań praktycznych przedstawiają m.in. Ch.W. Smithson, C.W. Smith Jr., D.S. Wilford [2000].

wielkości) może napotykać szereg trudności. Przyczyną takiej sytuacji są trudności w wyodrębnieniu kategorii zysku netto powstającego z działalności gospodarczej, co w metodach dochodowych wyceny przedsiębiorstw jest warunkiem koniecznym. Jako że cały przychód z działalności jest przychodem przedsiębiorcy (osoby fizycznej), natomiast zysk jest na bieżąco wykorzystywany przez właściciela, ustalenie realnej nadwyżki może więc być trudne, jeżeli nie niemożliwe. Stosowanie metod dochodowych może się okazać zatem niewykonalne.

Ponadto ocena przedsiębiorstwa na bazie majątku firmy również może być trudna, ponieważ funkcjonowanie przedsiębiorstw mikro i małych oparte jest na osobie właściciela, natomiast oddzielenie majątku własnego właściciela od majątku firmy jest praktycznie niemożliwe.

Innymi słowy wartość przedsiębiorstwa mikro lub małego jest niełatwa do oszacowania, stąd też wskazanie wpływu hedgingu na zmianę wartości dla tej wielkości firm jest bardzo trudne do wykonania.

6. Praktyczne możliwości zastosowania instrumentów pochodnych

Chociaż udowodnienie pozytywnego wpływu hedgingu na wartość przedsiębiorstwa napotyka trudności, to jednak na płaszczyźnie praktycznej intuicyjnie można być niemal pewnym, że ograniczanie ryzyka jest ze wszech miar wskazane, by nie rzec – konieczne. Kwestią wymagającą zbadania jest określenie, czy jest to faktycznie możliwe. W tym celu zbadano warunki zawierania transakcji w kilku największych bankach w Polsce. W żadnych warunkach szczegółowych kontraktu nie stwierdzono ograniczeń bezpośrednich dla przedsiębiorców mikro i małych, jednak, jak się okazało, barierą są minimalne wartości, na jakie kontrakty te można zawierać (tab. 1). Specyfiką przedsiębiorstw mikro i małych są niewielkie jednostkowe transakcje. Tymczasem minimalna wartość najprostszego kontraktu forward to 20 tys. USD, w przypadku kontraktów opcyjnych jest to 30 tys. euro. Przedsiębiorca winien zatem posiadać transakcje, których nominal jest porównywalny z minimalną wartością kontraktu wymaganą przez bank, albo też może zawierać kontrakty na wartości znacznie przekraczające swoje transakcje i uzyskać wtedy efekt dźwigni. Odrębną kwestią jest posiadanie depozytu zabezpieczającego dla tak określonych minimalnych wartości kontraktów, których to wartości przedsiębiorca mikro lub mały może po prostu nie posiadać. Zabezpieczenie ryzyka finansowego w zakresie ryzyka stopy procentowej jest możliwe od jeszcze wyższych kwot minimalnych. Dla kontraktów FRA jest to 0,5 mln zł, podobnie jest z kontraktami IRS, CIRS czy opcjami na stopy procentowe. Należy dodać, że wartość minimalna 0,5 mln zł występuje tylko w jednym z badanych banków, w pozostałych wartości te (minimalne) dochodzą do 1 mln, 3 mln, a nawet 5 mln zł. Można zatem stwierdzić, że aczkolwiek kontrakty te teoretycznie mogą być wykorzystywane, to jednak ich praktyczne stosowanie w przedsiębiorstwach mikro i małych jest niemal niemożliwe.

Odrębną kwestią wymagającą badania jest znajomość zasad hedgingu wśród przedsiębiorców mikro i małych. Należy stwierdzić, że specjalistyczny język, jakim są opisywane kontrakty terminowe, może znacznie utrudniać praktyczne wykorzystanie tych instrumentów, szczególnie wśród przedsiębiorców nieposiadających odpowiedniego przygotowania.

Tabela 1. Minimalne wartości zawarcia kontraktu terminowego w wybranych instytucjach finansujących

Rodzaj instrumentu	Instytucja finansująca				
	BRE BANK SA	BZ WBK	ING Bank Śląski	PKO BP	Bank BPH
Walutowe transakcje terminowe	20 000 USD	50 000 EUR	30 000 USD	50 000 USD	50 000 USD
Opcje walutowe	50 000 USD	30 000 EUR	30 000 USD	-	50 000 USD
FRA	500 000 PLN	-	500 000 PLN	500 000 PLN	1 000 000 PLN
IRS	500 000 PLN	5 000 000 PLN	3 000 000 PLN	-	1 000 000 PLN
Opcje na stopy procentowe	500 000 PLN		10 000 000 PLN	-	1 000 000 PLN
CIRS	500 000 PLN	5 000 000 PLN		-	1 000 000 PLN
Swap walutowy	-	b.d.	b.d.	-	-
Strategie opcyjne	-	b.d.	b.d.	-	-
FX Swap	-	-	-	b.d.	-
Swap towarowy	100 000 USD	-	-	-	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych internetowych banków.

Reasumując, praktyczne wykorzystanie instrumentów pochodnych w przedsiębiorstwach mikro i małych, a zatem stosowanie hedgingu, jest znacznie utrudnione ze względu na wysokie wartości minimalne zawierania kontraktów, znacznie przekraczające jednostkowe wartości transakcji występujące w tych przedsiębiorstwach.

7. Podsumowanie

Podsumowując, należy stwierdzić, że zastosowanie instrumentów pochodnych w przedsiębiorstwach mikro i małych jest niewątpliwie pożądane. Trudno jest jednak wskazać na teoretyczne podstawy takiego działania, jako że specyfika funkcjonowania tych firm wyklucza możliwość wyjaśnienia tego na płaszczyźnie teoretycznej. W praktyce zastosowanie hedgingu okazuje się również trudne do przeprowadzenia w najmniejszych przedsiębiorstwach ze względu na minimalne wartości ograniczające możliwość zawarcia poszczególnych kontraktów. Aczkolwiek potencjalne możliwości stosowania hedgingu występują, a słuszność wykorzystania tej strategii jest niepodważalna, to jednak minimalne wartości kontraktów stanowią barierę uniemożli-

wiającą ich stosowanie w najmniejszych firmach. Należy jednocześnie sformułować postulat obniżenia minimalnych wartości instrumentów pochodnych tak, aby stały się one w pełni dostępne dla małych podmiotów gospodarczych.

Literatura

- Allayannis G., Lal U., Miller D., *Corporate Governance and the Hedging Premium around the World*, „Working Paper”, Darden School of Business, University of Virginia, Charlottesville, VA. 2002.
- Bartram S.M., Brown G.W., Fehle F.R., *International Evidence on Financial Derivatives Usage*, „Working Paper”, Kenan-Flagler Business School, University of North Carolina at Chapel Hill, Chapel Hill, NC. 2003.
- Graham J.R., Rogers D.A., *Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?* „The Journal of Finance”, LVII:815-839. 2002.
- Miller M., *O instrumentach pochodnych*, WIG-Press, Warszawa 2002.
- Rielh H., *Zarządzanie ryzykiem na rynku pieniężnym, walutowym i instrumentów pochodnych*, Warszawski Instytut Bankowości, Warszawa 2001.
- Ross M.P., *Corporate Hedging: What, Why and How?* Haas School of Business, University of California, Berkeley, Spring 1996.
- Smithson Ch.W., Smith Jr. C.W., Wilford D.S., *Zarządzanie ryzykiem finansowym. Instrumenty pochodne, inżynieria finansowa i maksymalizacja wartości*, Oficyna Ekonomiczna Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000.
- Vickery J., *How and Why Do Small Firms Manage Interest Rate Risk? Evidence from Commercial Loans*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports nr 215, August 2005.

MICRO AND SMALL CORPORATE HEDGING

Summary

The aim of the article is to present possibilities and barriers of hedging in micro and small corporates. The author explains the theoretical base of hedging with special emphasis on corporate value. The results of one of the conducted surveys proved the impossibility of connecting hedging with corporate value growth in micro and small corporates. The other survey was aimed into practical usage of derivatives. Some commercial banks offers were checked in order to find out barriers for micro and small corporates. It was showed that minimal values of derivatives contracts make it impossible to use for micro and small corporates.